

# INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS

## DOLTREX S.A

### Segunda Emisión de Obligaciones a Largo Plazo

Fecha de comité	Calificación Asignada	Período de evaluación	Calificación Anterior	Analista Responsable
31 de enero de 2023	AA+	Al 30 de noviembre de 2022	AA+	Econ. Mario Zambrano V. mzambrano@summagrupo.com

**Categoría AA:** Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad del pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.

**Tendencia de la Calificación:** Tendencia Positiva (+)

El presente Informe de Calificación de Riesgos correspondiente a la Segunda Emisión de Obligaciones de la compañía DOLTREX S. A, es una opinión sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene el emisor para cumplir con los compromisos provenientes de sus Valores de Oferta Pública por un monto de hasta Un millón ochocientos mil dólares de los Estados Unidos de América (USD 1,800,000.00) para la Segunda Emisión; luego de evaluar la información entregada por el emisor y la obtenida de los estados financieros auditados.

Se asigna la calificación de riesgo “AA” con tendencia positiva “+” para la Segunda Emisión de Obligaciones en sesión del comité de calificación.

*Las calificaciones de riesgo emitidas por SUMMARATINGS representan la opinión profesional y no implican recomendaciones para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Las calificaciones de SUMMARATINGS se basan en la información actual proporcionada por el Emisor y/o Cliente. SUMMARATINGS no audita la información recibida. SUMMARATINGS no garantiza la integridad y exactitud de la información proporcionada por el Emisor y/o Cliente en el que se basa la calificación por lo que no se hace responsable de los errores u omisiones o por los resultados obtenidos por el uso de dicha información.*

*La calificación de valores emitidos deberá revisarse semestralmente, mientras los valores no se hayan redimido. En casos de excepción, la calificación de riesgo podrá hacerse en periodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.*

*Mencionamos que CALIFICADORA DE RIESGOS SUMMARATINGS S.A. no es un asesor legal, fiscal o financiero, las calificaciones emitidas son opiniones de ésta y no constituyen una recomendación de inversión, comprar, vender o mantener los valores por parte de los inversionistas, obligacionistas o tenedores de valores en general, además no puede considerarse como una auditoría, solo proporciona una opinión de riesgos de los valores calificados. CALIFICADORA DE RIESGOS SUMMARATINGS S.A. no se hace responsable de la veracidad de la información brindada por el EMISOR.*

*A fin de precautelar la propiedad intelectual de la CALIFICADORA DE RIESGOS SUMMARATINGS S.A. queda expresamente limitada la divulgación pública del contenido de este documento y de los informes o documentos que han derivado de la suscripción de un contrato previo, la divulgación de la documentación e información corresponderá única y exclusivamente entre las partes, es decir, entre LA FIRMA CALIFICADORA y el EMISOR, además de ser incorporada en las plataformas o páginas web que ameriten para el desarrollo del objeto del contrato, en cumplimiento a lo dispuesto por los organismos de control y la normativa vigente de Mercado de Valores, por ningún motivo se podrán realizar copia, duplicado, fotocopias, o reproducción de la información o documentación objeto de la presente prestación de servicios sin previa autorización por escrito de la CALIFICADORA DE RIESGOS SUMMARATINGS S.A., incluso cuando la información sea requerida por terceros relacionados al emisor se necesitará la previa autorización caso contrario no podrá ser considerado como un documento emitido por la Firma Calificadora, pudiendo ejercer las acciones legales que de esta deriven.*

## **RACIONALIDAD**

### **Riesgo del Entorno Económico**

- La economía ecuatoriana creció en 4,5% en el 2021. Para el año 2022 el BCE estima un crecimiento del 2,4%.
- Las reservas internacionales del Ecuador muestran una tendencia decreciente desde el tercer trimestre de 2022, no obstante, a diciembre de 2022 se ubicaron en USD 8.459 significando aquello una variación mensual del 1,3%.
- Se evidencia problemas estructurales en las finanzas públicas a noviembre de 2022.
- Las calificaciones de riesgo soberano para el país se han mantenido estables en el último semestre. El país no presenta desembolsos significativos para el pago de la deuda en el corto plazo.
- La deuda pública agrega se ubicó en USD 60.549 millones a octubre 2022 y representó el 53,21% del PIB.

### **Riesgo Sectorial**

- El sector manufacturero se configura como uno de los más representativos y aporta con el 11,8% del PIB en promedio.
- La demanda de la industria se encuentra atomizada y el poder de los clientes se cataloga como moderado, los proveedores de insumos para el sector generalmente se concentran en empresas extranjeras especializadas, las barreras de entrada se catalogan como altas, el riesgo de sustitución es moderado. La rivalidad entre los competidores se intensifica por los altos costos de salida y la oferta de un producto poco diferenciado en cada subsector.
- El sector se encuentra en una etapa de recuperación y su rendimiento guarda estrecha relación con el comportamiento de la economía en su conjunto.
- Para el 2022 el Banco Central del Ecuador estima un crecimiento en el sector manufacturero del 2,8%, ligeramente superior al crecimiento esperado del PIB.

### **Riesgo Posición del Emisor**

- DOLTREX S. A es una empresa con 25 años dentro del mercado ecuatoriano, reside en la ciudad de Guayaquil y, pertenece al grupo ELECTROCABLES compuesto por ELECTROCABLES C. A, TUBERIAS DEL PACIFICO S. A, DOLTREX S. A y KOBREC S. A
- DOLTREX S. A oferta productos compuestos de PVC flexibles y rígidos que les permite fabricar compuestos para distintos sectores del país tales como calzado, compuestos para la fabricación de productos eléctricos entre otros.
- Cuenta con estrictos procesos de medición de calidad de sus productos y conservan hasta 6 meses las muestras del material con los que fabrican sus productos.
- DOLTREX S.A nace como una estrategia de crecimiento hacia atrás de la empresa ELECTROCABLES que es su principal cliente. A la fecha de corte Electrocables es el principal cliente y concentra el 77,98% de las ventas. Esta concentración evidenciada en el principal cliente configura un riesgo inherente de concentración, el cual se mitiga parcialmente por la relación existente con esta empresa relacionada.
- Los 5 principales proveedores presentan una concentración del 94,89%. Se cataloga como alta la concentración de a la fecha de corte, lo cual configura un riesgo para la compañía. proveedores
- A noviembre de 2022 la compañía obtuvo ventas por USD 5,86 millones lo cual significa un decrecimiento del -5,45% respecto a noviembre de 2021. Las perspectivas de crecimiento para el 2022 son desfavorables dado los valores presentados a un mes del cierre del periodo fiscal. La principal línea de negocio fue por la venta de compuestos de PVC, la cual, para noviembre de 2022 representó el 87,00% del total de ingresos.

- La compañía presenta un ciclo de negocio más eficiente que el del benchmark dado el apalancamiento en los proveedores que esta posee.
- El ROE decrece pasa de 34,99% en noviembre 2021 a 24,98% en noviembre 2022. Por su parte, el ROA en el mismo periodo decreció de igual manera pasando de 12,06% en noviembre 2021 a 7,07% en noviembre 2022.
- El indicador de Utilidad/Ventas se ubicó en 8,14% a noviembre 2022. Adicionalmente, el indicador de Ventas/Activos pasó de 12,06% en noviembre 2021 a 7,07% en noviembre 2022. El indicador Margen Bruto/Ventas a noviembre 2022 presenta una variación interanual de -0,80 p.p.
- DOLTREX S.A cuenta con la certificación ISO 9001:2015.

### Riesgo Posición de Estructura Administrativa y Gerencial

- La estructura de Gobierno Corporativo de la compañía es sólida, se evidencia un adecuado flujo de comunicación entre la administración y altos mandos.
- José Nassib Neme Antón es el accionista mayoritario con 22,74% del total de capital suscrito, el cual asciende a USD 924 mil.
- La estructura organizacional está liderada por la Presidencia y la Gerencia General del emisor, se observa estabilidad en los cargos y amplia experiencia en el sector.
- La compañía presenta una buena distribución para cada una de sus áreas.
- Se mantienen reuniones constantes en las cuales se abarcan temas de todas las áreas de forma mensual para evaluar el avance sobre la planificación estratégica
- La empresa cuenta con manuales para la correcta distribución de sus funciones. Estos manuales, delimitan las tareas de cada cargo. Además, la organización cuenta con políticas de acción tales como el manual de política de cobranza o cobro, entre otros.

### Riesgo de la Estructura Financiera

- A noviembre de 2022 los activos de DOLTREX S.A., ascendieron a USD 6,75 millones, evidenciándose un crecimiento del 5,51% de manera interanual. Los activos circulantes representaron el 81,17% del total de activos.
- En el comparativo interanual las cuentas por cobrar comerciales presentan una disminución del 42,35%, de las cuales el 83,64% pertenece a clientes relacionados.
- Los pasivos totalizaron USD 4,84 millones y se observa un crecimiento de 15,41% en relación a noviembre 2021.
- Respecto a los pasivos de largo plazo al corte de información, totalizaron USD 1,65 millones y crecieron significativamente respecto a noviembre de 2021. Este incremento se da por el incremento del pasivo con costo a largo plazo, debido a la aprobación de la Tercera Emisión de Obligaciones a Largo Plazo de la Compañía.
- El patrimonio de la empresa a la fecha de corte fue de USD 1,91 millones presentando un decrecimiento de -13,34% frente a noviembre de 2021.
- DOLTREX S.A. totalizó ingresos por USD 5,86 millones, los cuales representaron una variación interanual negativa de -5,45%.
- La utilidad operativa, para el acumulado a la fecha de corte se reflejó un resultado de USD 738 mil, monto menor al presentado en noviembre de 2021. Los gastos operativos ascendieron a USD 661 mil y presentaron un crecimiento de 18,09%. Los gastos en depreciación disminuyeron en -28,77%. Los gastos financieros presentan un crecimiento de 69,48% en el comparativo interanual a noviembre de 2022 y se ubicaron en USD 207 mil.
- La ganancia neta de DOLTREX S.A. a noviembre de 2022 fue de USD 477 mil y es inferior a la utilidad observada en noviembre de 2021 (USD 771 mil).
- La institución históricamente fondeaba sus operaciones con recursos externos. Al realizar el análisis de FM/NOF se observa un indicador variable a la fecha de corte se encuentra sobre la unidad, ubicándose en 2,00 lo cual se valora positivamente.

- A noviembre de 2022 el indicador de apalancamiento financiero calculado como Activo/Patrimonio fue de 3,53 veces.
- El indicador de cobertura de intereses (EBITDA/Gasto Financiero) a la fecha de corte fue de 3,93 veces e inferior respecto a noviembre 2021 (7,96 veces), como resultado del crecimiento de los gastos financieros. Es positivo mencionar que el emisor muestra capacidad y cobertura para el pago de sus obligaciones y se ubica en una posición favorable respecto al benchmark.
- Deuda/Ebitda a noviembre de 2022 fue de 3,93 veces, superior al presentado en noviembre de 2021 (1,47 veces).

### Riesgo Del Posicionamiento del Valor en el Mercado

- DOLTREX S.A., a noviembre 2022, cumple con la garantía general y resguardos de la ley de la presente emisión.
- DOLTREX S.A mantuvo un promedio semestral de liquidez en 1,24 veces hasta noviembre de 2022.
- La liquidez corriente a noviembre de 2022 se ubicó en 1,72 veces. A la fecha de corte la prueba ácida se ubicó en 1,37 veces y se deteriora respecto a noviembre 2021.
- La relación de activos reales sobre pasivos de 1,39 veces lo cual es ligeramente superior al requerimiento de mantener la relación en mayor o igual a uno (1)
- La Segunda Emisión de Obligaciones cuenta con una fianza solidaria otorgada por la compañía ELECTROCABLES C. A, que de acuerdo al informe de los obligacionistas ELECTROCABLES C.A cuenta con la capacidad financiera para garantizar el pago de la emisión de la compañía DOLTREX S. A.
- Entre los riesgos previsible se definen: incremento de la morosidad de clientes que puedan deteriorar la cartera, nuevas políticas gubernamentales que afecten al desempeño de la compañía, implementación de posibles medidas arancelarias o salvaguardas, problemas de abastecimiento de materia prima.

### **DESCRIPCIÓN DE EMISOR**

DOLTREX S. A se constituyó el 17 de mayo de 1996 en la ciudad de Guayaquil, pertenece al grupo ELECTROCABLES compuesto por ELECTROCABLES C. A, TUBERIAS DEL PACIFICO S. A, DOLTREX S. A y KOBREC S. A. DOLTREX pertenece al CIHU C2013.11. El emisor se dedica a la producción y comercialización de compuestos de PVC rígidos o flexibles, extensiones, enchufes eléctricos y armadores de aluminio anodizados, bajo las normas nacionales de calidad.

DOLTREX S. A se encuentra ubicada en el KM 11,5 vía Daule, su principal línea de negocio a noviembre de 2022 son los compuestos de PVC que concentran un 87% del total de sus ventas equivalentes a USD 5,09 millones. El capital suscrito actual asciende a USD 923 mil. Cuenta con la certificación ISO 9001:2015. A noviembre de 2022 cuenta con 46 colaboradores y registro una utilidad neta de USD 477 mil.

## DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

*Tabla 2. Descripción de la Segunda Emisión de Obligaciones*

DOLTREX S.A.	
SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES A LARGO PLAZO	
<b>Monto Aprobado de la Emisión</b>	Hasta USD 1.800.000,00
<b>Monto no redimido</b>	USD USD 179.500,00
<b>Junta de Accionistas</b>	8/1/2018
<b>Títulos de las Obligaciones</b>	Desmaterializados a través del Depósito Centralizado de Liquidación y Compensación de Valores DECEVALE S.A.
<b>Clase y Plazo del Programa</b>	Clase A: 1,440 días Clase B: 1,800 días
<b>Rescates Anticipados</b>	No contempla rescates anticipados
<b>Contrato Underwriting</b>	No contempla contrato de underwriting
<b>Tipo de Oferta</b>	Pública
<b>Sistema de Colocación</b>	Bursátil
<b>Tasa de Interés</b>	8% fija anual
<b>Agente Colocador</b>	Casa de Valores Advfin S. A
<b>Agente Estructurador</b>	Intervalores Casa de Valores S. A
<b>Agente Pagador</b>	Depósito Centralizado de Liquidación y Compensación de Valores DECEVALE S.A.
<b>Tipo de Garantía</b>	Garantía General y Específica
<b>Amortización de Capital</b>	Cada 90 días (capital e intereses). Base comercial 30/360.
<b>Pago de Interés</b>	<b>Clase A:</b> Se pagará el total del capital en 16 pagos iguales cada trimestre vencido, más sus respectivos intereses. <b>Clase B:</b> Se pagará el total del capital en 20 pagos iguales cada trimestre vencido, más sus respectivos intereses.
<b>Destino de los Recursos</b>	Los recursos captados servirán en un 100% para financiar el capital de trabajo de la empresa: pago a proveedores, adquisición de activos para el giro propio de la empresa, y pago a empresas y personas no vinculadas.
<b>Representante de Obligacionistas</b>	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.
<b>Garantías Adicionales</b>	Fianza solidaria otorgada por la compañía Electrocables C.A.
<b>Emisiones en circulación</b>	Segunda Emisión de Obligaciones, Monto USD 1.800.000 Tercera Emisión de Obligaciones, Monto USD 2.500.000

**Fuente:** DOLTREX S. A

**Elaboración:** C.R. SUMMARATINGS S.A.

### **MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN**

El instrumento está respaldado con garantía general por parte DOLTREX S.A. La relación porcentual del ochenta por ciento (80%) establecida deberá mantenerse hasta la total redención de todos los valores en circulación.

El 80% del total de activos menos las deducciones de la normativa fueron de USD 3,57 millones (cupó de la emisión); evidenciando un nivel de cobertura de 1,76 veces sobre el saldo de capital de las obligaciones en circulación, mientras que el indicador Activos Libres de Gravamen sobre el saldo en circulación es de 3,19 veces, cumpliendo con lo estipulado por la normativa vigente.

La presente emisión cuenta con una garantía específica de una Fianza Solidaria otorgada por ELECTROCABLES C. A.

### *Procesos Legales Activos*

De acuerdo con la página del Servicios de Rentas Internas, DOLTREX S. A, a noviembre de 2022, no registra deudas firmes, por concepto de deudas impugnadas ni registra facilidades de pago, ha cumplido con sus obligaciones patronales y, sus obligaciones tributarias. Por otra parte, en el portal del Consejo de la Judicatura la empresa no registra un proceso como figura de actor o procesado que configure un riesgo significativo para su adecuada operatividad.

## **RIESGO DEL ENTORNO ECONÓMICO**

### ***Equilibrio Político e Institucional***

En el año 2021, el país presentó en el primer trimestre una ligera recuperación de la actividad económica posterior a los efectos negativos derivados de la emergencia sanitaria. A partir del mes de abril, el Gobierno del Presidente Lasso efectuó un plan de vacunación masiva que permitió mitigar de forma significativa la severidad de la pandemia y consecuentemente lograr una mayor reactivación económica.

Frente a la crisis aguda y los problemas estructurales en las finanzas públicas el Ejecutivo presentó la Ley Orgánica de Desarrollo Económico y Sostenibilidad Fiscal, misma que entró en vigencia en noviembre de 2021 y busca recaudar USD 1.900 millones en los dos primeros años. En 2022 el Gobierno central dentro de sus ejes ha priorizado el ordenamiento fiscal y se ha emitido normativa enfocada a la reactivación económica.

El país sigue presentando un alto grado de polarización política y baja gobernabilidad. En julio de 2022, el país atravesó 18 días de paro nacional, según cálculos del Banco Central del Ecuador se produjeron pérdidas por alrededor de USD 1.000 millones, siendo el sector privado el más afectado (USD 775 millones).

Acorde al último informe del Índice de Progreso Social<sup>1</sup> (2021), Ecuador ocupó el puesto 59/163 disminución de 6 posiciones respecto al 2020, ubicándose por encima de países de la región como Brasil, Colombia y Perú. La pandemia afectó significativamente a Latinoamérica, afectaciones que se evidenciarán en este nuevo índice IPS 2021. En el Ecuador el deterioro del mercado laboral y consecuentemente el incremento de la tasa de desempleo ha sido uno de los principales factores que influencia en el deterioro de las condiciones de vida. En julio de 2022, la tasa de desempleo fue de 3,9%.

Las expectativas de mejora de las condiciones de vida de la población no son favorables en el corto plazo considerando los problemas institucionales y las complicaciones para reactivar la economía en el corto plazo. Acorde al último reporte del Índice de competitividad Global<sup>2</sup> publicado por el Foro económico Mundial, el Ecuador ocupó la posición 97/137 en el Índice de Competitividad Global cayendo 4 posiciones respecto al año 2020.

### ***Perspectivas de Crecimiento y Ciclo Económico***

La disminución de la actividad comercial y el consumo afectaron a los ingresos del país en el año 2020. En el año 2020 la economía decreció en 7,8%. Para el 2021 en contexto de una mayor actividad comercial y recuperación la economía creció en 4,2% respecto al año anterior. La economía ha

---

<sup>1</sup> Índice de condiciones de vida el cual mide el desempeño de los países en aspectos sociales y ambientales. Permite una evaluación no solo del desempeño absoluto del país, sino también del desempeño relativo en comparación con los pares económicos de un país. El índice considera factores como nutrición y salud, cobertura de servicios, seguridad, acceso a conocimiento, medioambiente, libertad, inclusión y derechos humanos.

<sup>2</sup> The Global Competitiveness Report: How Countries are Performing on The Road to Recovery (Special Edition 2020).

mantenido su estructura de ingresos en el último año, con una tendencia leve a disminuir de manera proporcional los ingresos petroleros.

La economía inicia una fase de recuperación, no obstante, su tasa de crecimiento depende de factores exógenos ajenos al natural desenvolvimiento de esta. Para el 2022, el Banco Central del Ecuador estimó un crecimiento del 2,4%, mientras que el Banco Mundial estima un crecimiento del 2,8%. Es importante recalcar que estas estimaciones fueron actualizadas posterior a las protestas sociales de junio de 2022.

### **Equilibrio Externo y Balanza de Pagos**

La capacidad del Ecuador de generar y acumular activos externos netos se ha visto deteriorada por la coyuntura y las necesidades de liquidez crecientes frente a los problemas estructurales en las finanzas públicas evidenciados (incremento de la deuda pública/PIB). Las reservas internacionales del país mostraron una tendencia decreciente desde el tercer trimestre de 2022; no obstante, a diciembre de 2022 las reservas internacionales fueron de USD 8.459 significando aquello una variación mensual del 1,3%. En lo que respecta a otros indicadores monetarios externos, la inversión extranjera directa mostró una tendencia creciente en segundo semestre de 2022. Por su parte las remesas de igual manera presentaron una tendencia creciente y representaron el 3,97% del PIB en promedio históricamente.

El sector exportador ha mostrado estabilidad y no presentó tasas de decrecimiento significativas en el 2022 y se configura como un sector sólido para impulsar el crecimiento de la economía ecuatoriana. A noviembre de 2022, los principales productos exportables siguen siendo el camarón, cacao, banano, enlatados de pescado, productos mineros y flores; sin embargo, cada vez se diversifica más los productos nacionales que tienen presencia en los mercados internacionales. A noviembre de 2022, el total de importaciones fue de USD 27.923 millones (variación interanual del 30,0%); mientras que las exportaciones en el mismo periodo fueron de USD 30.052 millones (variación interanual del 22,2%). El principal socio comercial del país continúa siendo Estados Unidos con exportaciones a noviembre 2022 por USD 8.359 millones. Hasta el cierre del segundo trimestre de 2022 el precio del barril de petróleo mostró una tendencia creciente, no obstante, desde agosto de 2022 la tendencia se invirtió.

*Tabla 3. Precio del Barril de Petróleo WTI*

Fecha	Precio petróleo WTI (\$)
Diciembre 2022	76,44
Noviembre 2022	84,37
Octubre 2022	87,55
Septiembre 2022	84,26
Agosto 2022	93,67
Julio 2022	101,62

**Fuente:** The Economic Times

**Elaboración:** C.R. SUMMARATINGS S.A.

Los bienes de capital y consumo concentran el porcentaje mayoritario de importaciones del país, seguidos de materias primas y combustibles. El incremento de las importaciones se da principalmente por las importaciones no petroleras. La balanza comercial refleja un saldo positivo a noviembre de 2022 (USD 2.129 millones). Las expectativas de mejorar la balanza comercial son positivas para el país.

El país ha mantenido políticas de apertura de nuevas rutas comerciales. Es importante recalcar que Ecuador cerró con éxito las negociaciones de los tratados de libre comercio con China y Costa Rica. Esto implica que, en el caso de China, el 99% de las exportaciones ecuatorianas ingresará con preferencias arancelarias (productos como camarón, banano, pitahaya y mango, serán beneficiados). Entre enero y noviembre de 2022, las exportaciones a China sumaron USD 5.376 millones (46% más que 2021). Por otro lado, con Costa Rica productos manufactureros y alimentos como la sardina, atún

y camarón, serán los principales beneficiarios (96% de las exportaciones a ese país tendrán preferencias arancelarias).

### **Equilibrio Fiscal y Endeudamiento Público**

Existe una tendencia creciente en el endeudamiento público del país a pesar de encontrarse al borde de los márgenes permitidos por La Ley y sobrepasando la sostenibilidad financiera técnica esperada. El incremento constante del endeudamiento público con respecto al PIB confirma la existencia de problemas estructurales en las finanzas públicas. Las calificaciones de riesgo soberano para el país se han mantenido estables en el último semestre. Posterior a una renegociación exitosa de la deuda externa en agosto de 2020, el país mejoró su calificación de riesgos, mismas que lo ubicaban a Ecuador antes del acuerdo en mención en posición de default. El país no presenta desembolsos significativos para el pago de la deuda en el corto plazo. El Gobierno ha manifestado que no existe necesidad de plantear una renegociación de la deuda.

*Tabla 4. Calificación de Riesgo Soberano de Ecuador*

Cambios en la Calificación de Riesgo Soberana de Ecuador			
Fecha de la calificación	S&P	FITCH	MOODY'S
03/04/2020			La calificación de riesgos baja de Caa1 a Caa3
01/09/2020	La calificación de los bonos soberanos mejora de SD/SD a B-/B		
03/09/2020		Se mejora la calificación de cumplimiento del emisor en el largo plazo de RD a B-	

**Fuente:** S&P Global Ratings, Fitch Ratings, Moody's  
**Elaboración:** C.R. SUMMARATINGS S.A.

La deuda pública agregada muestra una tendencia decreciente en su comportamiento en lo que va del 2022. A octubre de 2022, esta asciende a USD 60.549 millones. La deuda externa concentra el 75,29% del total de la deuda, y en términos generales ha mantenido su estructura en el tiempo.

Analizando los indicadores de endeudamiento público, se observa históricamente una leve tendencia decreciente en el ratio deuda pública sobre PIB, significando la deuda el 53,21% del PIB a octubre de 2022. Es importante recalcar que en agosto de 2021 el Ministerio de Economía y Finanzas publicó la nueva metodología de deuda pública. Las modificaciones reformulan la definición de endeudamiento público donde se incluyen componentes adicionales en la deuda interna y en los otros pasivos. La metodología cambia el cálculo del indicador deuda sobre PIB, donde ahora se considera la deuda pública y otras obligaciones del Sector Público No Financiero y Seguridad Social sobre el PIB. Además, los valores se toman en términos consolidados. Acorde a la normativa vigente la deuda no debe superar el 40% del PIB.

En lo referente al equilibrio fiscal se destacan acciones dispuestas por el gobierno como la reducción de varios impuestos, entre los que se encuentran el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE). A partir de febrero 2023, el ISD tendrá una reducción progresiva de 0,25 puntos porcentuales, reducción que tiene como objetivo llegar hasta el 2% para finales de año (actualmente se encuentra en 4%). Este impuesto es el tercero más importante en recaudación. Por otra parte, también se redujo la tarifa del ICE para varios productos como: cigarrillos, cerveza industrial, fundas plásticas y otros. En 2022 la recaudación del ICE sumó USD 791 millones, resultado que representa un crecimiento del 5% anual.



### ***Equilibrio del Sistema Financiero y Monetario***

En el análisis de los principales indicadores monetarios del país, la oferta monetaria (M1) mostró una leve tendencia creciente en el año 2022. A noviembre de 2022, la oferta monetaria total del país fue de USD 29.667 millones. En lo que respecta a la liquidez total del sistema (M2) ha mostrado una tendencia creciente constante en los últimos 5 años, en el contexto del crecimiento constante de las captaciones de otras sociedades de depósito. A agosto 2022, la liquidez fue de USD 73.420 millones.

Al mes de diciembre de 2022, el informe mensual sobre el Índice de Precios al Consumidor muestra una variación anual de 3,74% respondiendo a las dinámicas mundiales relacionadas a la cadena de suministros y alimenticia; así como la guerra entre Rusia y Ucrania. Desde abril de 2020 hasta febrero de 2022 la Tasa de la FED se mantuvo en 0,25%, no obstante, desde mayo de 2022 muestra una tendencia incremental, a diciembre de 2022 la tasa se ubica en 4,50%. En el Ecuador hasta septiembre de 2022 las tasas de interés no han sufrido variaciones significativas a pesar de los efectos exógenos que recaen sobre los distintos ejes económicos del país. En el corto plazo se espera que se mantenga la estabilidad y robustez del sistema financiero en el contexto de la normativa vigente y resultados obtenidos hasta el momento. A diciembre de 2022 el riesgo país se ubicó en 1.294 puntos. Cabe recalcar que conjuntamente con Argentina, Ecuador viene mostrando los valores elevados en este aspecto en contraste con el promedio de la región.

Al cierre del 2021, el sistema bancario mostró una tendencia creciente en sus operaciones y otorgó créditos al sector privado por más de USD 51.847 millones, mientras que a noviembre de 2022 esta cifra ascendió a USD 58.747 millones. El sistema financiero ecuatoriano sigue mostrando solidez configurándose aquello como una fortaleza dentro del eje macroeconómico al ser un actor fundamental para impulsar el crecimiento.

## **RIESGO SECTORIAL**

### ***Fuerzas competitivas del sector***

DOLTREX S.A. pertenece al sector manufacturero que es el más grande de la economía ecuatoriana, históricamente participa con alrededor del 12% del PIB. Cuenta con una infraestructura de producción que permite la elaboración de bienes con un mayor nivel agregado y, por ende, cuenta con una ventaja de diferenciación. Sin embargo, el sector se caracteriza por tener mayor presencia en ramas intensivas en recursos naturales y mano de obra que en las ramas intensivas en ingeniería.

La empresa en análisis se encuentra dentro de la industria de la manufactura de cuero, plástico y caucho. Dicho subsector se ha convertido en un sector importante de la economía nacional debido a que provee insumos a distintos sectores de la economía tales como el sector de la construcción, automotriz, comercial entre otros, además de exportar a Colombia, Perú, Bolivia, Centro América y EEUU. Las perspectivas de este sector son favorables, pero a la vez están ligadas con la evolución de ciertos sectores de la economía, como las telecomunicaciones. Las perspectivas de crecimiento del sector están en función del crecimiento de otros sectores económicos.

Con una participación de más de 600 empresas dentro de este subsector el Gobierno ha clasificado a este como parte de los sectores de prioridad. Cuya tendencia de acuerdo con el Ministerio de Producción, Comercio Exterior, Inversiones y Pesca asciende hasta USD 910 millones, sin embargo, el consumo interno supera los USD 1,200 millones.

Por otro lado, los proveedores de la industria son generalmente grandes compañías extranjeras relacionadas a la producción de plástico que proveen de materia prima a las empresas de la industria en mención. Las barreras de entrada a este mercado se evalúan como altas dado por la alta inversión en maquinaria, la aplicación de normas de calidad rigurosas, mano de obra altamente calificada y regulación a las importaciones que reducen la entrada de nuevos competidores.

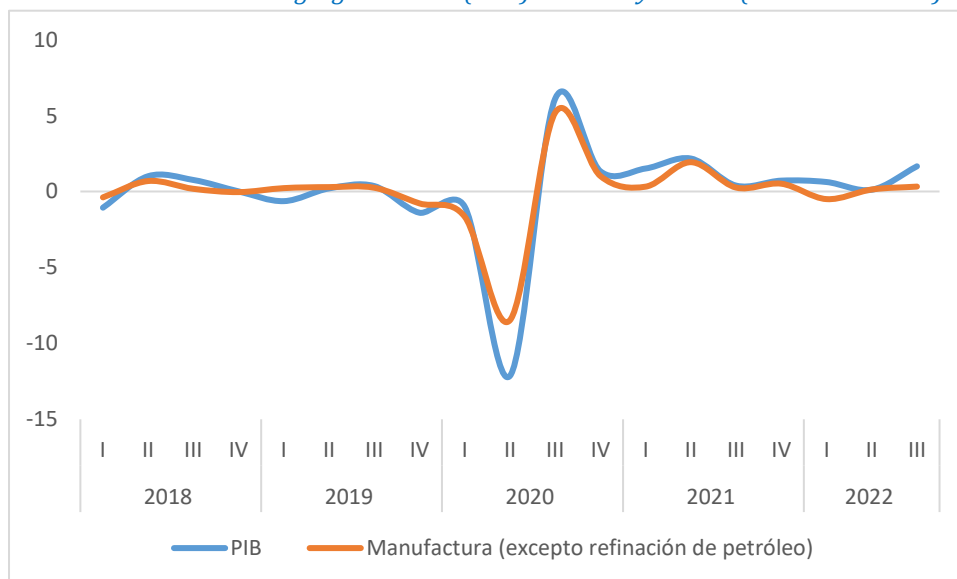
El riesgo de sustitución se evalúa como moderado, ya que los productos derivados del plástico tienen sustitutos cercanos y son materia prima esencial para otros sectores productivos (construcción, entre otros). Finalmente, la rivalidad entre los competidores se intensifica por altos costos de salida y la oferta de un producto poco diferenciado en cada subsector.

### ***Análisis de los Principales Factores Cíclicos y de Crecimiento del Sector***

Desde el 2016 al 2022, el Valor Agregado Bruto (VAB) del sector manufacturero (excepto refinación de petróleo) ha crecido a una tasa promedio anual del 3,2%, cifra inferior al crecimiento del PIB durante el mismo periodo. En esta última década, el sector ha mantenido su peso dentro de la economía con una participación del 11,80 del PIB en promedio. En el 2021 la economía del país entró en una fase de recuperación después del decrecimiento en el año 2020. Al tratarse de un sector procíclico, este se vio afectado en los años de decrecimiento del PIB, del año anterior (2020) al encontrarse la economía ecuatoriana en reactivación, las expectativas del sector son favorables.

La fabricación de productos de caucho y plásticos es una industria procíclica, ya que responde al desempeño de la economía. Además de esto, al ser una industria intermedia provee de insumos a varios mercados como la construcción, automotriz, agroindustria y otros subsectores de las manufacturas, por lo que su crecimiento también depende del comportamiento de industrias conexas. La participación del subsector de fabricación de productos plásticos es 1,3% del PIB real a finales del 2021.

*Gráfico 1 Crecimiento del Valor Agregado Bruto (VAB) sectorial y del PIB (dólares del 2007)*



**Fuente:** Banco Central del Ecuador (BCE)

**Elaboración:** C.R. SUMMARATINGS S.A.

En el primer trimestre de 2022 se evidencia una variación negativa del valor agregado bruto del sector, no obstante, en el segundo y tercer trimestre se evidencia variaciones positivas en el VAB del sector. Para el 2022 el Banco Central del Ecuador estima un crecimiento en el sector manufacturero del 2,8%, ligeramente superior al crecimiento esperado del PIB.

### ***Regulaciones del Sector***

El sector de las manufacturas depende del acceso a materias primas y bienes de capital necesarios para su producción. Por lo tanto, las restricciones comerciales como las salvaguardias tienen efectos negativos en este sector. La industria de la construcción por ser uno de los sectores que mayor aporta en términos de inversión, producción, nivel de empleos e infraestructura física para otros sectores,

la reducción y/o cambios en el gasto público, el plan anual de inversiones y reformas en el código de trabajo tienen efectos en el desempeño del sector.

Las expectativas para el sector, en temas de regulaciones son favorables, en contexto de las declaraciones de priorización que le dará al mismo el Gobierno. La compañía está sujeta a regulaciones y controles de numerosos cuerpos legales del país que velan por el cumplimiento de normas y procesos según sus distintas áreas de interés. Entre estas entidades públicas destacan: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Ministerio de Relaciones Laborales, Ministerio de Salud, Normativas Municipales, Servicio de Rentas Internas y Defensoría del Pueblo.

## **RIESGO DE LA POSICIÓN DEL EMISOR Y GARANTE**

DOLTREX S. A es una empresa con 25 años dentro del mercado ecuatoriano, reside en la ciudad de Guayaquil y, pertenece al grupo ELECTROCABLES compuesto por ELECTROCABLES C. A, TUBERIAS DEL PACIFICO S. A, DOLTREX S. A y KOBREC S. A. DOLTREX pertenece al CIUU C2013.11. El emisor, se dedica a la producción y comercialización de compuestos de PVC rígidos o flexibles, extensiones, enchufes eléctricos y armadores de aluminio anodizados, bajo las normas nacionales de calidad.

### ***Posición Competitiva del Emisor***

En el mercado ecuatoriano bajo el mismo CIUU se encuentran 85 compañías registradas en el mismo sector que se desenvuelve DOLTREX S. A. La participación de mercado en este se concentra en empresas grandes que pueden participar dentro de la cadena de producción de otras empresas de sectores diversos.

Las ventajas comparativas y competitivas son:

- DOLTREX S.A tiene experiencia de 25 años en el mercado ecuatoriano.
- Fabrica compuestos de PVC flexibles y rígidos que les permite fabricar compuestos para distintos sectores del país tales como calzado, compuestos para la fabricación de productos eléctricos entre otros.
- Cuentan con estrictos procesos de medición de calidad de sus productos y conservan hasta 6 meses las muestras del material con los que fabrican sus productos.
- DOLTREX S.A nace como una estrategia de crecimiento de integración hacia atrás de la empresa ELECTROCABLES que es su principal cliente. Sin embargo, cuenta en la actualidad con una amplia cartera de clientes no relacionados.
- DOLTREX S.A cuenta con la certificación ISO 9001:2015

### ***Principales Competidores***

Dentro del segmento en el cual se desenvuelve la empresa, existen varias compañías que se dedican a las actividades relacionadas con el giro del negocio de DOLTREX S.A. La participación de mercado del sector de fabricación y comercialización compuestos de PVC, enchufes eléctricos y armadores de aluminio anodizados se concentra en empresas grandes y con gran volumen de ventas.

Entre los principales competidores se encuentran:

- CONSUPLAST S.A
- SUPARAPLAST S.A
- PLASTIVILL S.A
- SUNCHODESA REPRESENTACIONES C. LTDA
- OVIPLAX S.A.
- MILLPOLIMEROS S.A
- MONTGAR S.A
- INDUSTRIA DE PLASTICOS EXPANDIBLES PLASTEX S.A.
- FUPEL C. LTDA
- POLIACRILART PRODUCTOS ACRILICOS C. LTDA

Los principales competidores dentro de la industria son empresas con amplia experiencia en el mercado y elevados niveles de operaciones por volumen. Uno de los principales factores de diferenciación que tiene la compañía, es la experiencia en el mercado y la diversificación en productos elaborados para atender las diferentes necesidades de los consumidores desde hogares hasta los usos profesionales e industriales.

Respecto a los productos sustitutos, la amenaza es baja debido a que los productos ofertados son materia prima esencial para otros sectores productivos. En lo referente a barreras de entrada, estas son elevadas debido al conocimiento técnico y de mercado para la comercialización de productos, además de reconocimiento de la marca e inversión constante en tecnología y las estrictas regulaciones para poder operar en el mercado.

### **Principales Clientes**

Respecto a la estructura de clientes, la estructura presentada por el emisor se divide en relacionados y no relacionados. Su principal cliente es la empresa relacionada ELECTROCABLES C. A. que se dedica a la producción de conductores eléctricos de cobre y aluminio, con una participación del 77,98% del total de las ventas presentadas a noviembre de 2022. Esta concentración evidenciada en el principal cliente configura un riesgo inherente de concentración, el cual se mitiga parcialmente por la relación existente con esta empresa relacionada.

Sus clientes pertenecen a distintas industrias de ventas al por mayor y menor de productos ferreteros, calzado, entre otros. Al tomar en cuenta el portafolio de clientes de la empresa, se puede decir que, la compañía presenta una demanda atomizada en clientes que no forman parte del grupo, con una ligera concentración en el sector comercial ferretero. Excluyendo a Electrocables C.A. no se evidencian concentraciones significativas dentro del portafolio de clientes.

*Tabla 6. Principales Clientes*

Cliente	% Participación 2021	% Participación nov-2022
CORPORACION EL ROSADO	5,79%	4,61%
CORPORACION FAVORITA	1,64%	2,16%
MEGAPROFER S.A.	0,89%	0,81%
ELECTROCABLES	63,05%	77,98%
TIENDAS INDUSTRIALES ASO	0,68%	0,85%
TUBERÍAS PACÍFICO	7,55%	2,18%
MODOC SA	2,53%	2,28%
GUERRERO GUIZADO LENIN	3,74%	0,00%
COMERCIALIZADORA GENERAL	1,85%	0,00%
OTROS CLIENTES	12,27%	9,12%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: DOLTREX S. A

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Las condiciones de crédito que maneja la empresa con sus clientes varían, estas dependen de si es un cliente relacionado o no, estas se vuelven más estrictas con los clientes que no son relacionados, pero, en general la política de crédito va hasta 60 días de plazo y utilizan créditos directos. A noviembre de 2022, la cartera de cuentas por cobrar de clientes relacionados asciende a USD 1,43 millones equivalentes al 83,64% del total de la cartera. La principal cuenta por cobrar pertenece a la empresa relacionada Electrocables.

Si bien es cierto que la concentración en ventas y cuentas por cobrar en empresas relacionadas configura un factor de riesgo, esta integración con las empresas relacionadas también configura una fortaleza para la compañía en términos de aseguramiento de la demanda.

### Principales Proveedores

Por el lado de los proveedores, dentro de los 10 principales, el principal proveedor a noviembre de 2022 es ALLMATERIALS con el 35,18% de participación, seguido de SHINTECH con una participación de 34,62%. ELECTROCABLES C.A. empresa relacionada muestra dentro de los proveedores una participación del 11,24%. Los 5 principales proveedores presentan una concentración del 94,89%. Se cataloga como alta la concentración de proveedores a la fecha de corte, lo cual configura un riesgo para la compañía. La estructura de los proveedores no muestra cambio significativo en el último semestre de análisis.

Tabla 7. Proveedores

Proveedor	% Participación 2021	% Participación nov-2022
ALLMATERIALS	26,45%	35,18%
MERCODEVELOPMI	5,96%	0,00%
MITSUI/SHINTECH	37,35%	34,62%
SAMI TRADING INC	0,00%	6,52%
ELECTROCABLES CA	13,15%	11,24%
LESTAR QUIMICA S.A.	8,65%	0,00%
HEYCO	1,19%	0,72%
MEXICHEM COMPU	2,33%	7,34%
GAMAQUIMICA S.A.	4,92%	4,39%
OTROS PROVEEDORES	0,00%	0,00%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: DOLTREX S. A

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Respecto a las políticas de cuentas por pagar, estas varían dependiendo de los proveedores y condiciones pactadas. Para los proveedores del exterior se realizan mediante cartas de crédito y crédito directo y, para los proveedores locales crédito directo. Además, la empresa que cuenta con mínimo dos proveedores por materiales que necesitan para sus operaciones.

### Perspectivas de Crecimiento de Ventas del Emisor

Al analizar las ventas registradas por la empresa, se puede reconocer que la principal línea de negocio fue por la venta de compuestos de PVC, la cual, para noviembre de 2022, registró USD 5,09 millones y representó el 87,00% del total de ingresos. Se evidencia un crecimiento de la principal línea de negocio del -8,03% respecto a noviembre 2021. La segunda línea con mayor representación fue la comercialización extensiones eléctricas, la cual representó el 11,00% de los ingresos acumulados a noviembre 2022, y muestra un crecimiento interanual del 22,89% en el periodo de análisis. El rubro de armadores de aluminio presentó un decrecimiento de -9,71% en este periodo y representó el 2,00%.

Tabla 8. Estadística de Ventas por Líneas de negocio (cifras en miles)

Línea de Negocio	nov-21		2021		nov-22	
	USD	%	USD	%	USD	%
compuesto de pvc	5.543	89,44%	6.126	88,39%	5.098	87,00%
extensiones electricas	525	8,46%	665	9,59%	645	11,00%
armadores aluminio	130	2,09%	140	2,01%	117	2,00%
<b>Total</b>	<b>6.197</b>	<b>100,00%</b>	<b>6.930</b>	<b>100,00%</b>	<b>5.860</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: DOLTREX S. A

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

A noviembre de 2022 la compañía obtuve ventas por USD 5,86 millones lo cual significa un decrecimiento del -5,45% respecto a noviembre de 2021. Las perspectivas de crecimiento para el 2022 son desfavorables dado los valores presentados a un mes del cierre del periodo fiscal. Es

importante recalcar que este decrecimiento se da en contexto de las variaciones de precios y restricciones de abastecimiento de materia primas, no de dinámicas comerciales.

### ***Eficiencia Operativa y Rentabilidad del Negocio***

*Tabla 9. Eficiencia Operativa y rentabilidad*

Eficiencia		Promedio Principales Competidores*	DOLTREX S.A.		
		2021	nov-21	2021	nov-22
Días de cartera	d	188	76	168	61
Días de inventario	d	88	47	80	52
Días de proveedores	d	95	81	112	51
Ciclo de conversión de efectivo	d	181	42	135	62
Utilidad/Ventas	%	3,27%	12,44%	6,23%	8,14%
Ventas /Activo	%	102,57%	12,06%	6,96%	7,07%
Margen Bruto /Venta	%	30,02%	24,68%	24,79%	23,88%
ROA	%	4,04%	12,06%	6,96%	7,07%
ROE	%	11,72%	34,99%	23,16%	24,98%

\*10 principales competidores de la industria

Fuente: DOLTREX S. A

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

La empresa muestra una mejora en la eficiencia en la recuperación de cartera a la fecha de corte. DOLTREX S.A. muestra una tendencia decreciente en este aspecto, pasando de 76 días en noviembre 2021 a 61 días en noviembre 2022. En contraste con el rendimiento de la industria la compañía se ubica en una posición favorable.

La rotación de inventario en promedio de los 4 últimos años fue de 111 días, evidenciando una posición desfavorable en relación con su competencia. Los días de inventario a noviembre 2022 fueron de 52 días, mientras que en el mismo mes del 2021 se ubicaron en 47 días lo cual se valora negativamente en términos de eficiencia operativa.

En lo que respecta a los días de proveedores se observa una tendencia creciente en el último año. A noviembre de 2022 los días de cuentas por pagar se ubicaron en 51 días, lo cual significa una disminución de 29 días respecto a noviembre de 2021. Con el rendimiento de la industria la empresa se ubica en una posición desfavorable. La compañía presenta un ciclo de negocio más eficiente que el del benchmark a la fecha de corte dado el apalancamiento en los proveedores que ésta posee.

Analizando los principales indicadores de rentabilidad de la empresa se observa un leve deterioro interanual generalizado a noviembre 2022. El ROE decrece pasa de 34,99% en noviembre 2021 a 24,98% en noviembre 2022. Por su parte, el ROA en el mismo periodo decreció de igual manera pasando de 12,06% en noviembre 2021 a 7,07% en noviembre 2022. En el análisis comparativo con la industria tanto en el retorno sobre activos y retorno sobre patrimonio la empresa se ubica en una posición favorable. Si bien es cierto que se observa un deterioro en la rentabilidad, los resultados obtenidos a la fecha de corte reflejan una posición de rentabilidad positiva para la compañía.

El indicador de Utilidad/Ventas se ubicó en 8,14% a noviembre 2022, mientras que en noviembre 2021 se ubicó en 12,44. Adicionalmente, el indicador de Ventas/Activos pasó de 12,06% en noviembre 2021 a 7,07% en noviembre 2022. Finalmente, el indicador Margen Bruto/Ventas a noviembre 2022 presenta una variación interanual de -0,80 puntos porcentuales, respecto a la industria la empresa se ubica en una posición desfavorable en este aspecto y fue de 23,88% a la fecha de corte.

## RIESGO ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA Y GERENCIAL

### *Evaluación de la Administración y Gobierno de la Corporación*

Según el Portal de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, DOLTREX S.A. registra una nómina de accionistas conformada por dos persona jurídica y 5 personas naturales. José Nassib Neme Antón es el accionista mayoritario con 22,74% del total de capital suscrito, el cual asciende a USD 924 mil. Mayoritariamente la empresa presenta una estructura familiar en su composición accionarial.

*Tabla 10. Participación Accionaria (USD miles)*

No.	Nombres	Nacionalidad	Capital	%Participación
1	ELECTROCABLES C.A.	ECUADOR	93	10.02%
2	NEME ANTON NASSIB JOSE	ECUADOR	210	22.74%
3	NEME MACCHIAVELLO CHEMEL ALFREDO	ECUADOR	118	12.75%
4	NEME MACCHIAVELLO LUIS ANDRES	ECUADOR	118	12.75%
5	NEME MACCHIAVELLO MAURICIO	ECUADOR	118	12.75%
6	NEME MACCHIAVELLO NASSIB ALBERTO	ECUADOR	129	14.00%
7	KRONOS-ANALYTICS S.A.S.	ECUADOR	139	15.00%
TOTAL			924	100.0%

Fuente: DOLTREX S. A

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

En lo que refiere a empresas vinculadas, de los accionistas mayoritarios uno es una persona natural que es accionista de las empresas relacionadas del emisor. Adicionalmente Electrocables C.A. mantiene vínculos comerciales con Doltrex S.A.

Por el lado de administración, el Ing. Mauricio Neme Macchiavello ocupa el cargo de presidente con un tiempo de permanencia en la posición de 16 años dentro de la empresa. Mientras que, el Ing. José Antonio Akel Kattan ocupa el cargo de gerente general y ha ocupado dicho cargo durante 12 años. La empresa no cuenta con un Directorio el cual toma las decisiones estratégicas, estas son tomadas a nivel de gerencia. La comunicación entre las gerencias y los accionistas es fluida y, acuerdan reuniones según las necesidades de la compañía.

### **Gobierno de la Corporación**

De acuerdo a los estatutos de la empresa, el Gobierno de DOLTREX S.A. corresponde a la Junta General de Accionistas, el cual es órgano supremo. Dicho organismo se reunirá ordinariamente una vez al año y pueden presentarse sesiones extraordinarias de ser el caso, las cuales deben ser convocadas por el Presidente o Gerente General. Entre las principales atribuciones del organismo se encuentra la elección del Presidente y Gerente General quienes durarán cinco años en el ejercicio de sus funciones pudiendo ser reelegidos indefinidamente y estarán a cargo de la administración de la organización. El Presidente y el Gerente General tienen atribuciones para ejercer la representación legal, judicial y extrajudicial de la compañía. La empresa cuenta con un Manual de división de funciones. Se evidencia una adecuada distribución de las funciones entre los diferentes departamentos que componen la empresa.

Respecto a la estructura organizacional, se cuenta con tres gerencias y 6 jefaturas, cada una de ellas con personal relacionado a cada área y con promedio en las posiciones de 7 años. La empresa no cuenta con áreas independientes. A noviembre de 2022 la organización registró 46 colaboradores en nómina, distribuidos de la siguiente forma: 2 en el equipo gerencial y 44 en el área operativa.

### **Política y Estrategia Corporativa**

De acuerdo con el Plan Estratégico de DOLTREX S.A., este se diseña para un periodo anual y, con evaluación mensual; se evidencia que la empresa tiene 3 ejes estratégicos de trabajo, los cuales se

relacionan con la rentabilidad del negocio, los aspectos operativos y, mantener su posicionamiento de marca en el mercado. Estas estrategias se evalúan constantemente al nivel de gerencias en especial la parte operativa que está en constante cambio, debido a las externalidades que se pueden presentar en los precios de la materia prima y la transportación de la misma.

#### *Investigación y desarrollo*

DOLTREX S.A. ha aunado sus esfuerzos en la modernización tecnológica de maquinaria y equipo con la finalidad de ser el proveedor con la mejor calidad en derivados de PVC. Busca el desarrollo industrial inclusivo por medio de generación de conocimientos, educación e innovación permanente. La empresa, además, utiliza métodos científicos probados para la medición de calidad de sus productos y dar garantía de hasta 6 meses en sus productos a distintos sectores del mercado nacional. Además, cuenta con una política de compensación en 3 niveles para sus trabajadores y así mantener a sus empleados motivados. A nivel administrativo cuenta con una capacitación constante en distintas las áreas que el emisor posee para evitar un riesgo de persona clave.

### **RIESGO DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA**

Para el presente análisis se ha considerado información auditada proporcionada por la empresa Campos & Asociados CIA LTDA. para los ejercicios 2018 al 2020. Estos cuentan con salvedades. Además, se utilizaron los Estados Financieros internos proporcionados por DOLTREX S.A.

La opinión con salvedades corresponde:

- La compañía cuenta con personal con antigüedad laboral igual a 10 años o mayor y no ha constituido una provisión para Jubilación Patronal y, a la fecha del informe realizado no ha efectuado un estudio actuarial, en donde se reflejen los parámetros legales del cálculo matemático.

Para el año 2021, los estados financieros fueron auditados por la compañía Auditores Independientes S.A. GME, mismo que acorde al informe presentado emitió opinión con limitaciones.

La opinión corresponde a:

- Limitación al alcance: Al 31 de diciembre de 2021, la Compañía contaba con personal con una antigüedad laboral igual o mayor a 10 años, sin embargo, no se ha realizado un informe actuarial en donde se refleje los parámetros y cálculos matemáticos respectivos para constituir una provisión de jubilación patronal y desahucio.

*Mencionamos que los estados financieros internos fueron proporcionados por el Emisor para usarlos en el proceso de análisis de la calificación de riesgo, estos deben cumplir con los requerimientos exigidos por la normativa legal, señalando que el Emisor es el responsable que la documentación entregada a la Calificadora de Riesgo sea idéntica a la presentada a los organismos de control, sin perjuicio hacia la Calificadora de que se hallare diferencia entre la información entregada para la evaluación y la presentada al ente de control, asumiendo el Emisor el compromiso de entregar información verídica.*



Tabla 11. Estructura financiera (USD miles)

Periodo	Principales competidores*	2019	2020	nov-21	2021	nov-22	PROMEDIO 2019-2021
Activo	11	6.039	5.119	6.397	6.203	6.749	5.787
Pasivo	6	4.233	3.466	4.192	4.338	4.839	4.012
Patrimonio	5	1.807	1.653	2.204	1.865	1.910	1.775
Ventas	12	4.862	4.384	6.197	6.930	5.860	5.392
Margen Bruto	3	1.392	1.866	1.530	1.718	1.399	1.659
EBITDA	2	773	614	970	800	738	729
EBIT	1	712	550	893	716	684	659
EAT ( Utilidad o Pérdida del periodo)	0	373	220	771	432	477	342
Utilidad/Venta	3,27%	7,68%	5,01%	12,44%	6,23%	8,14%	6,31%
Ventas / Total Activos	1,03	0,80	0,86	0,97	1,12	0,87	0,93
Total Activos / Patrimonio	2,24	3,34	3,10	2,90	3,33	3,53	3,26
ROA	4,04%	6,18%	4,29%	12,06%	6,96%	7,07%	5,81%
ROE	11,72%	20,66%	13,29%	34,99%	23,16%	24,98%	19,04%
NOF/VENTAS	0,32	0,31	0,48	0,14	0,28	0,26	0,36
FM/VENTAS	23,88%	35,01%	36,70%	30,59%	20,91%	50,46%	30,87%
FM/NOF	0,76	1,36	0,76	2,23	0,74	2,00	0,96
Ebitda/ Gasto Financiero	-13,05	3,89	2,39	7,96	5,71	3,57	4,00
Deuda/ Ebitda	1,11	2,06	2,34	1,47	1,52	3,93	1,97

\*10 principales competidores de la industria

Fuente: DOLTREX S. A

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

### Estructura Financiera

Para noviembre de 2022, los activos de DOLTREX S.A., ascendieron a USD 6,75 millones, evidenciándose un crecimiento del 5,51% de manera interanual. Los activos circulantes representaron el 81,17% del total de activos. Las cuentas más representativas dentro de los activos fueron otros activos con un 30,85% y las cuentas por cobrar comerciales, con una participación de 25,35%. El rubro de cuentas por cobrar comerciales (clientes) asciende a USD 1,71 millones, de los cuales 1,43 millones corresponden a clientes relacionados. Otros activos se concentran principalmente en "otras cuentas por cobrar" (USD 1,62 millones). Los activos corrientes crecieron en 7,91% con respecto a noviembre 2021.

Es importante recalcar que del 100% de cuentas por cobrar comerciales el 83,64% corresponde a empresas relacionadas. En el comparativo interanual las cuentas por cobrar comerciales presentan una disminución del 42,35%.

Los inventarios de DOLTREX S.A. para noviembre de 2022 totalizaron USD 1,11 millones (importaciones en tránsito e inventario) con un decrecimiento de -5,39% respecto a noviembre 2021. La política de inventario de la empresa es por costo de reposición, las compras se realizan de acuerdo a la necesidad de producción.

Respecto a los activos tangibles, para la fecha de corte ascendieron a USD 533 mil, decreciendo en -8,48% (respecto a noviembre 2021). Los otros activos no corrientes ascendieron a USD 738 mil y se mantuvieron constante respecto a noviembre 2021.

Por el lado de los pasivos, a la fecha de corte de la información totalizaron USD 4,84 millones y se observa un crecimiento de 15,41% en relación a noviembre 2021; crecimiento que viene dado por las variaciones del pasivo a largo plazo. Los pasivos de corto plazo representaron 65,94% del total de pasivos.

La principal cuenta del pasivo corriente es el pasivo con costo con una representación de 40,11% del total de pasivos corrientes a noviembre de 2022 y con tendencia creciente, seguida de la cuenta pasivo sin costo de corto plazo (Proveedores) con una representación de 34,12% a la misma.

Respecto a los pasivos de largo plazo al corte de información, totalizaron USD 1,65 millones y crecieron significativamente respecto a noviembre de 2021 y diciembre de 2021 en donde presentó la cuenta valores de USD 262 mil y USD 581 mil respectivamente. Este incremento se da por el incremento del pasivo con costo a largo plazo, debido a la aprobación de la Tercera Emisión de Obligaciones a Largo Plazo de la Compañía. El pasivo con costo a largo plazo asciende a USD 1,62 millones a noviembre de 2022.

El patrimonio de la empresa a la fecha de corte fue de USD 1,91 millones presentando un decrecimiento de -13,34% frente a noviembre de 2021. La disminución se debe a la cuenta de resultados acumulados pasando de 677 mil en noviembre 2021 a USD 383 mil en noviembre 2022. El capital suscrito asciende a USD 924 mil a la fecha de corte y se mantiene constante respecto a periodos anteriores.

### ***Estado de Resultados***

DOLTREX S.A. totalizó ingresos por USD 5,86 millones, los cuales representaron una variación interanual negativa de -5,45% evidenciando una tendencia contraria al compararlo con el periodo 2020-2021. Es importante recalcar que el emisor al ser parte de un grupo posee ventas planificadas.

La utilidad bruta a noviembre de 2022 fue de USD 1,40 millones y presenta un decrecimiento de -8,51%, dado por el incremento de los precios de ventas. Por el lado de la utilidad operativa, para el acumulado a la fecha de corte se reflejó un resultado de USD 738 mil, monto menor al presentado en noviembre de 2021. Los gastos operativos manejados por la empresa ascendieron a USD 661 mil y presentaron un crecimiento de 18,09%. Por otro lado, los gastos en depreciación disminuyeron en -28,77%. Los gastos financieros presentan un crecimiento de 69,48% en el comparativo interanual a noviembre de 2022 y se ubicaron en USD 207 mil.

La ganancia neta de DOLTREX S.A. a noviembre de 2022 fue de USD 477 mil y es inferior a la utilidad observada en noviembre de 2021 (USD 771 mil). El resultado decreciente para este periodo, se da en contexto de las variaciones descritas, principalmente el incremento de gastos operativos y financieros.

Cabe recalcar que la rotación de activos se ubicó en 0,87 veces en el comparativo interanual a la fecha de corte. Por otro lado, el multiplicador de capital fue de 3,53 veces, superior al presentado en noviembre 2021 (3,53 veces). El indicador Utilidad sobre ventas decreció en este mismo periodo pasando de 15,65% a 12,60%.

### ***Adecuación de las Finanzas a Corto Plazo***

Las necesidades operativas de fondeo representan los recursos necesarios para financiar las operaciones habituales de la empresa. Para el 2021 se ubicaron en USD 1,95 millones mientras que para 2022 se estima que las necesidades de fondo sean de USD 1,70 millones con un decrecimiento del -13,01%. Los supuestos utilizados para proyectar estos valores fueron un decrecimiento en ventas de -5% y ciclo de efectivo de 13 días. Este decrecimiento también se daría principalmente por las variaciones en inventarios y cuentas por pagar a proveedores.

Por otra parte, el fondo de maniobra de la compañía, definido como los recursos de largo plazo disponibles para financiar las NOF, para el 2021 se estimaron por un monto de USD 1,45 millones, mientras que para 2022 se estiman en USD 2,78 millones como resultado de un incremento en los fondos propios y deuda a largo plazo.

La institución históricamente fondeaba sus operaciones con recursos externos, la deuda de largo plazo tiene una representación mayoritaria en el Fondo de Maniobra. El indicador NOF/Ventas para noviembre de 2022 fue de 0,26 veces. Al realizar el análisis de FM/NOF se observa un indicador variable a la fecha de corte se encuentra sobre la unidad, ubicándose en 2,00 lo cual se valora positivamente.

### Apalancamiento Financiero

A noviembre de 2022 el indicador de apalancamiento financiero calculado como Activo/Patrimonio fue de 3,53 veces, el cual es superior respecto al periodo anterior (noviembre 2021) en donde se ubicó en 2,90 veces y se ubica por encima de la industria (2,24 veces). Es importante destacar que el nivel de apalancamiento observado no necesariamente constituye una mejora significativa en la estructura financiera de la empresa, considerando la calidad de activos en las variaciones descritas en el presente informe.

El indicador de cobertura de intereses (EBITDA/Gasto Financiero) a la fecha de corte fue de 3,93 veces e inferior respecto a noviembre 2021 (7,96 veces), como resultado del crecimiento de los gastos financieros. Es positivo mencionar que el emisor muestra capacidad y cobertura para el pago de sus obligaciones y se ubica en una posición favorable respecto al benchmark.

Deuda/Ebitda a noviembre de 2022 fue de 3,93 veces, superior al presentado en noviembre de 2021 (1,47 veces). La empresa cuenta con un nivel de apalancamiento positivo lo que significa que tiene capacidad para redimir con sus compromisos financieros a la fecha de corte.

### Adecuación del Flujo de Caja

Los supuestos utilizados para realizar el análisis de distintos escenarios se muestran en la siguiente tabla. Dichos supuestos se basan en el crecimiento de sus ingresos de acuerdo al comportamiento histórico de la empresa y las estimaciones para el 2022. Para el 2022, la calificadora en una posición conservadora, en función de las variaciones interanuales en ventas presentadas a la fecha de corte, estima un decrecimiento en ventas del -5%.

Tabla 12. Supuestos

SUPUESTOS						
ESCENARIO	AÑO	Crecimiento en Ventas	Días de Cobro	Días de Inventario	Días de Proveedores	Opex/Ventas
ESTÁNDAR	2022	-5,00%	123	110	119	16,13%
	2023	4,00%	123	80	119	15,00%
	2024	2,96%	123	80	119	15,00%
	2025	2,19%	123	80	119	14,00%
	2026	1,62%	123	80	119	14,00%
PESIMISTA I	2022	-5,74%	128	103	114	16,45%
	2023	3,41%	128	103	114	14,00%
	2024	2,52%	128	103	114	15,00%
	2025	1,87%	128	103	114	15,00%
	2026	1,38%	128	103	114	14,00%
PESIMISTA II	2022	-6,59%	128	103	114	16,13%
	2023	2,90%	128	103	114	14,00%
	2024	2,15%	128	103	114	14,00%
	2025	1,59%	128	103	114	14,00%
	2026	1,18%	128	103	114	14,00%

Fuente: DOLTREX S. A

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

En base a los supuestos expuestos, se calculó el flujo de caja libre para cada uno de los escenarios planteados. En el escenario estándar se obtuvo un flujo de caja de USD 921 mil, una cobertura de gastos financieros y capacidad de pago de la deuda de 9,83 veces y 1,07 veces respectivamente. Para el año 2023, se estima un flujo de USD 1,06 millones, la cobertura de gastos financieros se estimaría

por 8,90 veces y la capacidad de pago de 1,16 veces, al comparar el flujo con los pagos de la presente emisión, se concluye que el emisor podría presentar una adecuada capacidad de pago en el corto y mediano plazo.

*Tabla 13. Análisis de Flujo de Caja Libre Escenario Estándar*

ESCENARIO ESTÁNDAR						
	2022	2023	2024	2025	2026	Promedio
Crecimiento Ventas %	-5,00%	4,00%	2,96%	2,19%	1,62%	1,04%
Ventas	6.584	6.847	7.050	7.204	7.321	6.921
Ciclo de Conversión de Efectivo	113	83	83	83	83	91
Costo de ventas	70,37%	70,37%	70,37%	70,37%	70,37%	70,37%
EBITDA / Ventas	13,50%	14,63%	14,63%	15,63%	15,63%	14,59%
Flujo de Caja Libre (FCL)	921	1.059	712	798	823	872
FCL/Gastos Financieros	9,83	8,90	7,88	8,80	9,06	8,85
Deuda/FCL	1,07	1,16	1,33	1,19	1,16	1,19

Fuente: DOLTREX S. A

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Por otra parte, se calculó el flujo de caja libre bajo un escenario pesimista I, obteniéndose los siguientes resultados para el 2022: El flujo de caja libre estimado es de USD 838 mil con cobertura y capacidad de pago de 3,43 y 2,17 veces respectivamente; mientras que para 2023 el flujo proyectado se estima sea USD 823 mil la cobertura de gastos financieros se prevé sean 3,60 veces y la capacidad de pago de 2,07 veces, al comparar el flujo con los pagos de la presente emisión, se concluye que el emisor presentaría bajo estas condiciones capacidad de pago.

*Tabla 1. Análisis de Flujo de Caja de Libre Escenario Pesimista I*

ESCENARIO PESIMISTA I						
	2022	2023	2024	2025	2026	Promedio
Crecimiento Ventas %	-5,74%	3,41%	2,52%	1,87%	1,38%	0,51%
Ventas	6.533	6.755	6.925	7.055	7.152	6.817
Ciclo de Conversión de Efectivo	118	118	118	118	118	118
Costo de ventas	70,03%	70,37%	70,37%	70,37%	70,37%	70,29%
EBITDA / Ventas	13,52%	15,63%	14,63%	14,63%	15,63%	14,60%
Flujo de Caja Libre (FCL)	838	823	582	725	802	742
FCL/Gastos Financieros	3,43	3,60	3,23	5,34	3,48	3,90
Deuda/FCL	2,17	2,07	2,33	1,44	2,14	2,00

Fuente: DOLTREX S. A

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Por otra parte, se calculó el flujo de caja libre bajo un escenario pesimista II obteniéndose los siguientes resultados para el siguiente año: flujo de caja libre USD 869 mil, cobertura de gastos financieros de 3,34 veces y capacidad de pago de 2,10 veces. En función de ello, se concluye que el emisor presentaría capacidad de pago para hacer frente a sus obligaciones.

*Tabla 2. Análisis de Flujo de Caja de Libre Escenario Pesimista II*

ESCENARIO PESIMISTA II						
	2022	2023	2024	2025	2026	Promedio
Crecimiento Ventas %	-6,59%	2,90%	2,15%	1,59%	1,18%	0,01%
Ventas	6.474	6.661	6.805	6.913	6.994	6.713
Ciclo de Conversión de Efectivo	118	118	118	118	118	118
Costo de ventas	70,03%	74,00%	70,37%	70,37%	70,37%	71,20%
EBITDA / Ventas	13,84%	12,00%	15,63%	15,63%	15,63%	14,27%
Flujo de Caja Libre (FCL)	869	537	737	770	789	728
FCL/Gastos Financieros	3,34	2,05	2,82	7,70	3,03	3,98
Deuda/FCL	2,10	3,42	2,48	2,38	2,31	2,59

Fuente: DOLTREX S. A

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Al analizar las proyecciones en su conjunto, se evidencia que en el escenario estándar (apegado a

la realidad) el emisor tendría capacidad para redimir el pasivo con costo en el corto plazo. Este escenario está acorde a las proyecciones económicas y sectoriales pronosticadas. Además, que dentro del escenario pesimista I y pesimista II el emisor de igual manera contaría con solvencia y capacidad de pago.

### **RIESGO DEL POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO**

- ❖ DOLTREX S.A, se compromete durante la vigencia de la **Segunda Emisión de Obligaciones** a cumplir con los resguardos establecidos que señala la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera, según lo señala la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera vigente, en su Art. 11, Sección I, Capítulo III, Título II.
  1. Los Activos reales sobre los Pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
  2. Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.
  3. No repartir dividendos mientras existan valores-obligaciones en mora.

#### *Posicionamiento del Valor en el Mercado*

El Informe Bursátil Mensual sobre las negociaciones a nivel nacional presentado por la Bolsa de Valores de Quito, con información cortada a diciembre muestra que en el acumulado anual se negoció un total de USD 6.545.311 mil correspondientes a la suma de USD 6.536.321.376 mil en valores en renta fija y USD 8.990 mil en valores en renta variable. De los valores totales antes mencionados, de las negociaciones realizadas hasta en el mes de diciembre de 2022, en renta fija el 5% de los valores corresponden a papel comercial y el 5% a valores de obligaciones corporativas.

A nivel nacional se cuenta con 310 emisores inscritos, de los cuales 167 pertenecen a la provincia del Guayas y 91 a la provincia de Pichincha, siendo las provincias con la mayor cantidad de emisores. De los sectores más representativos al cual pertenecen el total de emisores inscritos son el 30% del sector comercial, un 26% del sector industrial y 13% de servicios.

#### *Liquidez de los valores*

De acuerdo con la información solicitada a la Bolsa de Valores de Guayaquil, sobre las negociaciones de los títulos de DOLTREX S.A. en el mercado secundario a nivel nacional por medio de la BVG y BVQ, estas presentan el siguiente detalle:

Una vez recabada toda la información del último año sobre las transacciones del mercado para la Segunda Emisión de Obligaciones de DOLTREX S. A. se puede observar que no se han realizado transacciones durante el periodo enero de 2022 a noviembre de 2022. Es importante mencionar que históricamente en el Ecuador, los títulos más ofertados son los de renta fija y principalmente en el mercado primario.

En lo que respecta al cumplimiento de las garantías, y resguardos de ley se presenta en la siguiente tabla la posición del emisor referente a estas:

Tabla 3. Componente del Análisis de Posicionamiento del Valor en el Mercado

Componentes de Análisis del posicionamiento del valor en el mercado		Industria 2021	2019	2020	2021	nov-22
1	Liquidez Corriente	1,56	1,67	2,19	1,50	1,72
2	Endeudamiento Patrimonial	1,24	2,34	2,10	2,33	2,53
<b>Garantía o Protecciones Ofrecidas a la fecha de corte de Información</b>						
Cumple	Garantía General	Mantener la relación de Obligaciones en circulación sobre Activos Libre de Gravamen no superior al 80%				31,30%
Cumple	Resguardos de Ley	1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.				1,39
		Promedio semestral de liquidez corriente mayor a 1				1,24
Cumple	Disposición OP	Art. 9, Capítulo I, Subtítulo I del Título III, de la Codificación de la Resolución C.N.V. Obligaciones en Circulación sobre 200% Patrimonio				53,20%
Cumple	Límite de Endeudamiento	Nivel de Endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de interes de hasta 80% los activos de la empresa				43,01%
Cumple	Garantía Específica	Fianza solidaria otorgada por la compañía ELECTROCABLES C.A				

Fuente: DOLTREX S. A

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

En lo que respecta a los indicadores de liquidez, el capital de trabajo presenta una tendencia creciente en el análisis histórico y se ubicó en USD 2,28 millones a la fecha de corte. La liquidez corriente a noviembre de 2022 se ubicó en 1,72 veces reflejando aquello una ligera mejora respecto al mismo mes del 2021 en donde el indicador fue de 0,99 veces. A la fecha de corte la prueba ácida se ubicó en 1,37 veces y se deteriora respecto a noviembre 2021.

A noviembre de 2022 la empresa cumple con la Disposición OP (Indicador Obligaciones en circulación sobre 200% patrimonio) ubicándose en 53,20%.

### Garantía Específica

La Tercera Emisión de Obligaciones de DOLTREX S. A cuenta con una fianza solidaria de parte de la compañía ELECTROCABLES C.A la misma que servirá para garantizar el pago de los Valores-Obligaciones que vaya a contraer la compañía DOLTREX S.A producto de la emisión de obligaciones. De acuerdo al último reporte que se realiza de forma semestral de parte del representante de los obligacionistas ELECTROCABLES C.A cuenta con capacidad financiera para garantizar el pago de la emisión de DOLTREX S.A.

*Consideraciones sobre los riesgos previsibles de la calidad de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados.*

Los activos que respaldan la emisión corresponden a los activos libres de todo gravamen. Los riesgos que pueden afectar a la empresa en relación con la calidad de los activos que respaldan la presente emisión y su capacidad para ser liquidados son:

- Incremento de la morosidad de clientes que puedan afectar a la recaudación de créditos y cuentas por cobrar, es decir, el riesgo existente de un posible deterioro de la cartera de créditos.
- Inadecuada gestión de las políticas de cobro y recuperación de cartera.
- Baja rotación de inventarios.

*Consideraciones de riesgos cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas.*

A la fecha de corte, el rubro de cuentas por cobrar a relacionadas asciende a USD 1,4 millones. Los posibles riesgos a considerar son:

- Riesgo de crédito o recuperación de cartera.
- Escenarios económicos adversos que impidan el cumplimiento adecuado de los pagos o en los términos acordados por parte de las empresas relacionadas.

**Riesgos Previsibles en el Futuro**

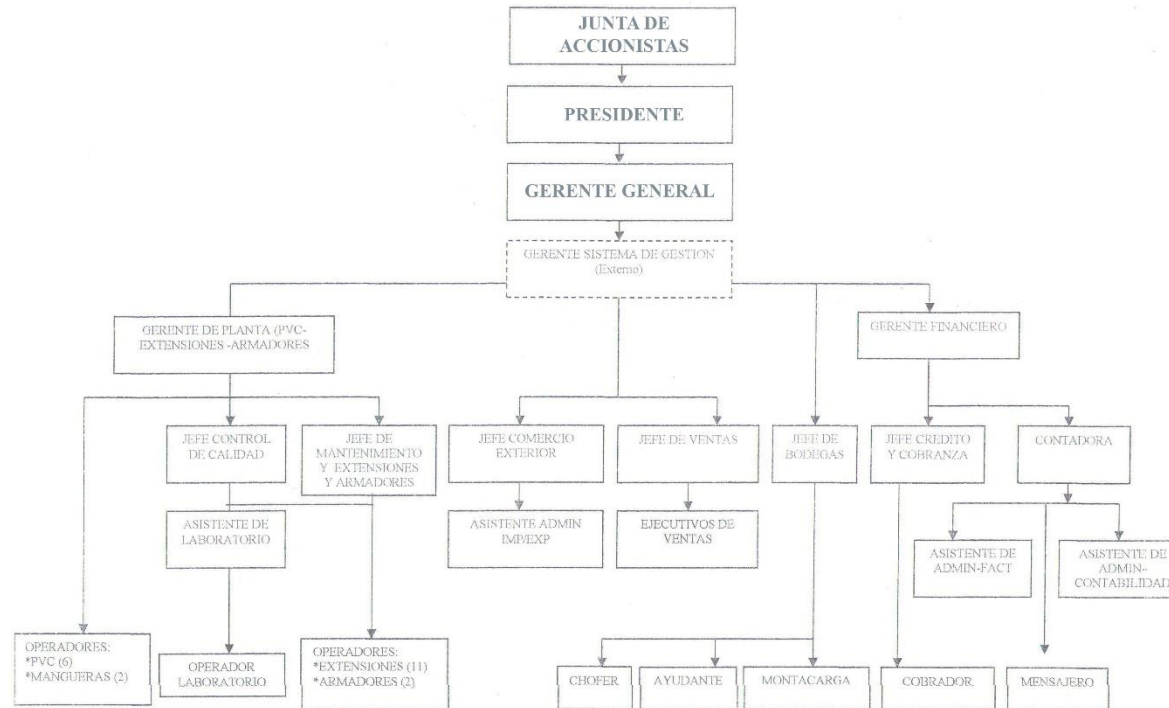
- Nuevas políticas gubernamentales que afecten al desempeño de la compañía.
- La implementación de posibles medidas arancelarias o salvaguardas que encarezca el costo de la materia prima importada, incrementando los costos de producción y a su vez generaría un incremento en los precios de comercialización del producto.
- Problemas de abastecimiento de materia prima.
- En la presente emisión de obligaciones aprobada figura como agente pagador el Depósito Centralizado de Liquidación y Compensación de Valores DECEVALE S.A., quien está sujeto un posible riesgo asociado a la transferencia a tiempo de los recursos para el pago de los inversionistas, dada que la entidad, en la actualidad, se encuentra intervenida.

Econ. Federico Bocca Ruíz, PhD. <b>Gerente General</b>		Econ. Mario Zambrano Vera <b>Analista</b>

**ANEXOS**

DOLTREX, tiene el siguiente organigrama general:

Anexo 1. Organigrama General de DOLTREX S.A



Fuente: DOLTREX S.A  
 Elaboración: DOLTREX S.A.



	ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA						ANÁLISIS VERTICAL					ANÁLISIS HORIZONTAL			
	2018	2019	2020	nov-21	2021	nov-22	2018	2019	2020	2021	nov-22	2018-2019	2019-2020	2020-2021	nov 21- nov 22
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>6.515</b>	<b>6.039</b>	<b>5.119</b>	<b>6.397</b>	<b>6.203</b>	<b>6.749</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>-7,30%</b>	<b>-15,24%</b>	<b>21,18%</b>	<b>5,51%</b>
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>4.894</b>	<b>4.747</b>	<b>4.548</b>	<b>5.076</b>	<b>5.626</b>	<b>5.478</b>	<b>75,12%</b>	<b>78,59%</b>	<b>88,85%</b>	<b>90,70%</b>	<b>81,17%</b>	<b>-3,02%</b>	<b>-4,18%</b>	<b>23,70%</b>	<b>7,91%</b>
Efectivo	64	211	83	179	168	576	0,98%	3,49%	1,62%	2,71%	8,53%	228,95%	-60,64%	102,47%	221,90%
Clientes	352	1.949	2.204	2.230	3.230	1.711	5,40%	32,28%	43,06%	52,07%	25,35%	453,56%	13,07%	46,56%	-23,28%
Inventarios	1.275	1.218	896	1.173	1.152	1.110	19,57%	20,17%	17,51%	18,58%	16,44%	-4,48%	-26,43%	28,57%	-5,39%
Otros Activos Corrientes	3.203	1.368	1.365	1.495	1.076	2.082	49,16%	22,65%	26,66%	17,34%	30,85%	-57,28%	-0,24%	-21,19%	39,30%
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>1.621</b>	<b>1.293</b>	<b>571</b>	<b>1.321</b>	<b>577</b>	<b>1.271</b>	<b>24,88%</b>	<b>21,41%</b>	<b>11,15%</b>	<b>9,30%</b>	<b>18,83%</b>	<b>-20,23%</b>	<b>-55,87%</b>	<b>1,09%</b>	<b>-3,74%</b>
Activos Tangibles	883	555	571	583	577	533	13,55%	9,19%	11,15%	9,30%	7,90%	-37,14%	2,79%	1,09%	-8,48%
Activos Intangibles	0	0	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Otros Activos No Corrientes	738	738	0	738	0	738	11,32%	12,22%	0,00%	0,00%	10,93%	0,00%	-100,00%	0,00%	0,00%
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>4.884</b>	<b>4.233</b>	<b>3.466</b>	<b>4.192</b>	<b>4.338</b>	<b>4.839</b>	<b>74,97%</b>	<b>70,09%</b>	<b>67,71%</b>	<b>69,93%</b>	<b>71,69%</b>	<b>-13,34%</b>	<b>-18,12%</b>	<b>25,16%</b>	<b>15,41%</b>
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	<b>2.884</b>	<b>2.835</b>	<b>2.080</b>	<b>3.930</b>	<b>3.757</b>	<b>3.191</b>	<b>44,27%</b>	<b>46,93%</b>	<b>40,64%</b>	<b>60,57%</b>	<b>47,28%</b>	<b>-1,73%</b>	<b>-26,61%</b>	<b>80,60%</b>	<b>-18,82%</b>
Pasivo sin Costo CP (Proveedores)	1.098	1.662	816	1.792	1.625	1.089	16,85%	27,52%	15,95%	26,20%	16,13%	51,42%	-50,89%	99,14%	-39,24%
Pasivo con Costo CP (Bancarias+Obligaciones)	524	815	924	1.164	1.052	1.280	8,04%	13,49%	18,05%	16,96%	18,97%	55,48%	13,41%	13,83%	9,92%
Provisiones CP	61	130	73	27	111	16	0,93%	2,15%	1,43%	1,78%	0,24%	113,19%	-43,47%	50,89%	-40,46%
Otros Pasivos sin Costo CP	1.202	228	267	946	969	806	18,44%	3,77%	5,21%	15,62%	11,94%	-81,05%	17,01%	263,54%	-14,88%
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>2.000</b>	<b>1.398</b>	<b>1.386</b>	<b>262</b>	<b>581</b>	<b>1.648</b>	<b>30,70%</b>	<b>23,15%</b>	<b>27,07%</b>	<b>9,37%</b>	<b>24,42%</b>	<b>-30,08%</b>	<b>-0,91%</b>	<b>-58,07%</b>	<b>529,01%</b>
Pasivo sin Costo LP	0	0	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0%
Pasivo con Costo LP (Bancaria+Obligaciones)	1.380	778	511	262	167	1.623	21,18%	12,89%	9,98%	2,69%	24,05%	-43,60%	-34,34%	-67,31%	519,47%
Otros Pasivos con Costo LP	620	620	875	0	414	0	9,52%	10,27%	17,09%	6,67%	0,00%	0,00%	41,06%	-52,67%	0,00%
Provisiones LP	0	0	0	0	0	25	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,37%	0,00%	0,00%	0,00%	250000,00%
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>1.631</b>	<b>1.807</b>	<b>1.653</b>	<b>2.204</b>	<b>1.865</b>	<b>1.910</b>	<b>25,03%</b>	<b>29,91%</b>	<b>32,29%</b>	<b>30,07%</b>	<b>28,31%</b>	<b>10,78%</b>	<b>-8,50%</b>	<b>12,84%</b>	<b>-13,34%</b>
Capital	924	924	924	924	924	924	14,18%	15,30%	18,05%	14,89%	13,69%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Reserva	189	189	189	189	189	189	2,90%	3,13%	3,69%	3,04%	2,80%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Otros resultados Integrales	466	415	0	415	0	415	7,15%	6,87%	0,00%	0,00%	6,15%	-10,99%	-100,00%	0,00%	0,00%
Resultados Acumulados	52	279	540	677	753	383	0,80%	4,62%	10,56%	12,13%	5,68%	435,38%	93,51%	39,27%	-43,42%
Resultados del Ejercicio	0	0	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Fuente: Informes Auditados e Internos DOLTREX S.A  
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Anexo 3. Estado de Resultados

	ESTADO DE RESULTADOS EMISOR						ANÁLISIS VERTICAL					ANÁLISIS HORIZONTAL			
	2018	2019	2020	nov-21	2021	nov-22	2018	2019	2020	2021	nov-22	2018-2019	2019-2020	2020-2021	nov 21-nov 22
<b>INGRESOS</b>	<b>4.769</b>	<b>4.862</b>	<b>4.384</b>	<b>6.197</b>	<b>6.930</b>	<b>5.860</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>1,95%</b>	<b>-9,83%</b>	<b>58,09%</b>	<b>-5,45%</b>
COSTO VENTA	3.421	3.470	2.518	4.668	5.212	4.460	71,74%	71,37%	57,44%	75,21%	76,12%	1,43%	-27,42%	106,99%	-4,44%
<b>GANANCIA BRUTA</b>	<b>1.348</b>	<b>1.392</b>	<b>1.866</b>	<b>1.530</b>	<b>1.718</b>	<b>1.399</b>	<b>28,26%</b>	<b>28,63%</b>	<b>42,56%</b>	<b>24,79%</b>	<b>23,88%</b>	<b>3,29%</b>	<b>34,02%</b>	<b>-7,91%</b>	<b>-8,51%</b>
GASTOS OPERATIVOS(Ventas+Adm)	707	619	1.251	560	918	661	14,83%	12,73%	28,54%	13,25%	11,28%	-12,49%	102,17%	-26,61%	18,09%
<b>EBITDA</b>	<b>641</b>	<b>773</b>	<b>614</b>	<b>970</b>	<b>800</b>	<b>738</b>	<b>13,43%</b>	<b>15,90%</b>	<b>14,02%</b>	<b>11,54%</b>	<b>12,60%</b>	<b>20,71%</b>	<b>-20,53%</b>	<b>30,18%</b>	<b>-23,86%</b>
DEPRECIACIONES (dep)	0	62	64	77	84	55	0,00%	1,27%	1,46%	1,21%	0,93%	6151269,00%	4,24%	30,68%	-28,77%
AMORTIZACIONES (amr)	0	0	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>EBIT</b>	<b>641</b>	<b>712</b>	<b>550</b>	<b>893</b>	<b>716</b>	<b>684</b>	<b>13,43%</b>	<b>14,64%</b>	<b>12,55%</b>	<b>10,33%</b>	<b>11,67%</b>	<b>11,11%</b>	<b>-22,67%</b>	<b>30,12%</b>	<b>-23,44%</b>
GASTOS FINANCIEROS	368	199	257	122	140	207	7,72%	4,09%	5,87%	2,02%	3,53%	-46,05%	29,57%	-45,60%	69,48%
OTROS (+) INGRESOS / (-) GASTOS	4	73	0	0	0	0	0,08%	1,49%	0,00%	0,00%	0,00%	1838,88%	-100,00%	0,00%	0,00%
<b>EBT: GANANCIA (PERDIDA) ANTES DE 15% A TRABAJADORES E IMPUESTO A LA RENTA</b>	<b>276</b>	<b>586</b>	<b>293</b>	<b>771</b>	<b>576</b>	<b>477</b>	<b>5,79%</b>	<b>12,05%</b>	<b>6,68%</b>	<b>8,31%</b>	<b>8,14%</b>	<b>112,21%</b>	<b>-49,98%</b>	<b>96,67%</b>	<b>-38,13%</b>
15% PARTICIPACION TRABAJADORES	41	88	0	0	0	0	0,87%	1,81%	0,00%	0,00%	0,00%	112,21%	-100,00%	0,00%	0,00%
IMPUESTO A LA RENTA CAUSADO	88	124	73	0	144	0	1,85%	2,56%	1,67%	2,08%	0,00%	40,89%	-41,15%	96,91%	0,00%
<b>EAT: GANANCIA (PERDIDA) NETA DEL PERIODO</b>	<b>146</b>	<b>373</b>	<b>220</b>	<b>771</b>	<b>432</b>	<b>477</b>	<b>3,07%</b>	<b>7,68%</b>	<b>5,01%</b>	<b>6,23%</b>	<b>8,14%</b>	<b>155,28%</b>	<b>-41,15%</b>	<b>96,59%</b>	<b>-38,13%</b>
<b>OTRO RESULTADO INTEGRAL</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
<b>RESULTADO INTEGRAL TOTAL DEL AÑO</b>	<b>146</b>	<b>373</b>	<b>220</b>	<b>771</b>	<b>432</b>	<b>477</b>	<b>3,07%</b>	<b>7,68%</b>	<b>5,01%</b>	<b>6,23%</b>	<b>8,14%</b>	<b>155,28%</b>	<b>-41,15%</b>	<b>96,59%</b>	<b>-38,13%</b>
Retención Utilidades	146	373	220	771	432	477	3,07%	7,68%	5,01%	6,23%	8,14%	155,28%	-41,15%	96,59%	-38,13%

Fuente: Informes Auditados e Internos EMISOR  
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Anexo 4. Razones financieras

INDICADORES FINANCIEROS	2018	2019	2020	nov-21	2021	nov-22
<b>LIQUIDEZ</b>						
Capital de Trabajo	2.010	1.912	2.468	1.146	1.869	2.287
Liquidez	1,70	1,67	2,19	1,29	1,50	1,72
Prueba Ácida	1,25	1,24	1,76	0,99	1,19	1,37
<b>SOLVENCIA</b>						
Pasivo / Activo	0,75	0,70	0,68	0,66	0,70	0,72
Pasivo / Patrimonio	3,00	2,34	2,10	1,90	2,33	2,53
Pasivo / Ventas	1,02	0,87	0,79	0,40	0,63	0,73
Apalancamiento	4,00	3,34	3,10	2,90	3,33	3,53
<b>ROTACIÓN</b>						
Días de Cuentas por Cobrar	27	144	181	76	168	61
Días de Inventario	134	126	128	53	80	52
Días de Cuentas Por Pagar	116	172	117	81	112	51
Período de Conversión de Efectivo	45	98	192	48	135	62
<b>RENTABILIDAD</b>						
Margen Bruto/Ventas	28,26%	28,63%	42,56%	24,68%	24,79%	23,88%
Margen de Utilidad en Operaciones	13,43%	14,64%	12,55%	14,41%	10,33%	11,67%
EBITDA/Ventas	13,43%	15,90%	14,02%	15,65%	11,54%	12,60%
Utilidad Neta/Ventas	3,07%	7,68%	5,01%	12,44%	6,23%	8,14%
ROE	8,97%	20,66%	13,29%	34,99%	23,16%	24,98%
ROA	2,24%	6,18%	4,29%	12,06%	6,96%	7,07%
<b>Dupont</b>						
Margen Neto	3,07%	7,68%	5,01%	12,44%	6,23%	8,14%
Rotación Activo	0,73	0,80	0,86	0,97	1,12	0,87
Multiplicador de capital	4,00	3,34	3,10	2,90	3,33	3,53

Fuente: Informes Auditados e Internos DOLTREX S.A

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A

Anexo 5. Tabla De Amortización

**Clase A**

Fecha	Pago de Capital	Pago de Interes	Pago de k+i
2/7/2018	92	30	122
2/10/2018	92	28	120
2/1/2019	92	26	118
2/4/2019	92	24	116
2/7/2019	92	22	115
2/10/2019	92	20	113
2/1/2020	92	18	111
2/4/2020	92	17	109
2/7/2020	92	15	107
2/10/2020	92	13	105
2/1/2021	92	11	103
2/4/2021	92	9	102
2/7/2021	92	7	100
2/10/2021	92	6	98
2/1/2022	92	4	96
2/4/2022	92	2	94
<b>TOTAL</b>	<b>1.478</b>	<b>251</b>	<b>1.730</b>

**Clase B**

Fecha	Pago de Capital	Pago de Interes	Pago de k+i
2/7/2018	16	6	23
2/10/2018	16	6	22
2/1/2019	16	6	22
2/4/2019	16	5	22
2/7/2019	16	5	21
2/10/2019	16	5	21
2/1/2020	16	5	21
2/4/2020	16	4	20
2/7/2020	16	4	20
2/10/2020	16	4	20
2/1/2021	16	3	19
2/4/2021	16	3	19
2/7/2021	16	3	19
2/10/2021	16	2	18
2/1/2022	16	2	18
2/4/2022	16	2	18
2/7/2022	16	1	17
2/10/2022	16	1	17
2/1/2023	16	1	17
2/4/2023	16	0	16
<b>TOTAL</b>	<b>322</b>	<b>68</b>	<b>389</b>

CÁLCULO DE NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS Y FONDO DE MANIOBRA								
CÁLCULO NOF			2022	2023	2024	2025	2026	
	A.C.	+ Caja		247	257	264	270	274
		+ Clientes		2.243	2.332	2.401	2.454	2.494
		+ Inventarios		1.411	1.065	1.097	1.121	1.139
	P.C.	- Cuentas por Pagar Proveedores		1.532	1.594	1.641	1.677	1.704
		- Otros Pasivos Corto Plazo (Pasivo Espontáneos)		666	666	666	666	666
NOF	= Necesidades Operativa de Fondos		1.702	1.394	1.455	1.502	1.537	
FINANCIACIÓN	Incremento/Disminución NOF		-13,01%	-18,06%	4,37%	3,19%	2,34%	
	FONDO DE MANIOBRA	+ Fondos Propios		2.645	3.051	3.486	3.966	4.455
		+ Deudas largo plazo		666	636	641	644	645
		- Activos Inmovilizados		528	474	420	365	311
	F.M.	= Fondo de Maniobra		2.782	3.213	3.707	4.244	4.788
NOF-FM			-1.080	-1.818	-2.252	-2.742	-3.251	

Fuente: DOLTREX S.A.  
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Son los fondos necesarios para financiar las operaciones habituales en la empresa, puesto que se necesita dinero en Clientes (Cuentas por Cobrar), Existencias (Inventario) y el mantenimiento de una caja mínima; y son financiadas mayormente con las cuentas Proveedores y otros pasivos espontáneos (sin costo), cabe resaltar que no se toma en consideración las Obligaciones financieras con Instituciones Bancarias o la porción corriente de Obligaciones emitidas.

Las NOF son una consecuencia directa de las políticas operativas de una empresa, si una empresa cambia su periodo de cobro, de pago, o su nivel de inventario, sus NOF también cambiarán.

Anexo 8. Cálculo del Monto Máximo de Emisión.

<b>DOLTREX S.A.</b>	
<b>nov-22</b>	
<b>(Expresado en miles dólares de los Estados Unidos de América)</b>	
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>6.749</b>
(-) Activos gravados	256
<b>Subtotal Activos libres de gravamen</b>	<b>6.493</b>
(-) Activos diferidos o impuestos diferidos	0
(-) Activos en Litigio*	0
(-) Monto de Impugnaciones Tributarias*	0
(-) Derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que garanticen obligaciones propias o de terceros	0
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados	0
(-) Saldo de valores renta fija emitidos emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de corto plazo considerese el total autorizado como saldo en circulación.	2.033
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social	0
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculadas con el emisor	0
<b>Activos menos deducciones</b>	<b>4.460</b>
<b>Cupo de emisión (80% de los Activos menos deducciones )</b>	<b>3.568</b>
<b>Nivel de Cobertura ( 80% de los Activos menos deducciones / Obligaciones en circulación)</b>	<b>1,76</b>
<b>Indicador ( Activos Libre de Gravamen / Obligaciones en Circulación)</b>	<b>3,19</b>

\* Independientes de la instancia administrativa o judicial en la que se encuentren

**Fuente:** Informes Auditados e Internos DOLTREX S.A.

**Elaboración:** C.R. SUMMARATINGS S.A.

Anexo 7 Indicadores Macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021	Promedio	Desv.Estd	Z-Valor
<b>INDICADORES ECONÓMICOS Y SOCIALES</b>								
Inflación anual (%)	-0,2	0,3	-0,1	-0,9	1,9	0,20	1,07	-1,06
Crecimiento PIB real (%)	2,4	1,3	-0,1	-7,8	4,2	-0,01	4,63	-1,68
<b>INDICADORES EXTERNOS</b>								
Cuenta corriente / PIB (%)	-0,3	-1,4	-0,07	3,10	2,62	0,79	1,96	1,18
<b>INDICADORES FISCALES</b>								
Déficit (Superávit) del PGE / PIB (%)	-5,9	-3,7	-2,26	-5,52	-3,52	-4,17	1,51	-0,90
Déficit (Superávit) del SPNF / PIB (%)	-4,5	-1,2	-0,1	-2,1	-2,2	-2,01	1,61	-0,03
Deuda pública interna / PIB (%)	14,2	12,5	14,75	18,01	18,14	15,52	2,48	1,01
Deuda pública externa / PIB (%)	30,4	32,6	38,02	45,91	41,06	37,61	6,27	1,32
<b>INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS</b>								
Crédito al sector privado OSD+OSF (millones \$)	34.743	39.980	44.537	45.649	51.847	43351,21	6.409,47	0,36
<b>OTROS INDICADORES</b>								
Precio del Petróleo WTI	50,8	65,2	61,8	49,1	82,3	61,85	13,36	-0,95
Promedio Anual EMBI-Riesgo País	621,3	641,1	677,6	2.412,1	912,7	1052,98	768,72	1,77

Fuente: World Economic Forum, B.M. Transparency International, The Economist Intelligence Unit, INEC, BCE, Ministerio de Finanzas.

Elaborado: Calificadora de Riesgos SUMMARATINGS S.A.